桃李面包（603866）

公司研究/点评报告

20H1 业绩整体表现靓丽，Q2 增速略有放缓

——桃李面包（603866）2020 年半年报点评

点评报告/食品饮料行业　　2020 年 8 月 20 日

一、事件概述

8 月 19 日，公司发布 2020 年半年报。2020H1，公司实现营业收入 27.39 亿元，同比+7.08%；归母净利润 4.18 亿元，同比+37.54%，基本 EPS0.63 元。

二、分析与判断

➢ 上半年业绩保持高增长，Q2 业绩增速略有放缓

2020H1 公司实现营收/归母净利润 27.39/4.18 亿元，同比分别+7.08%/+37.54%。合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 14.16/2.23 亿元，同比分别+0.05%/+22.33%。总体看，上半年公司收入端保持稳定增长，其中 Q1 受疫情影响，居家消费需求上升，收入端增速高达 15.79%;Q2 各地复工率上升,短保面包消费需求环比下滑叠加 19Q2 的高基数，Q2 收入增速阶段性下滑至 0.05%。公司上半年利润端保持较高增速，主要原因是退货率下降增厚毛利率水平，疫情期间补贴政策改善期间费用率。

20H1 整体毛利率 42.38%，同比+2.76 个百分点，上半年受疫情影响，短保面包动销通畅，退货率同比下降，增厚毛利率表现。期间费用率 23.38%，同比-0.76 个百分点，其中销售费用率 20.72%，同比-1.40 个百分点；管理费用率 1.72%，同比-0.34 个百分点；研发费用率 0.17%，同比-0.03 个百分点；财务费用率 0.78%，同比+1.01 个百分点。销售费用率、管理费用率下降主要原因是疫情期间国家对社保费用阶段性减免节约费用开支；研发费用率下降主要原因是研发材料投入同比下降；财务费用率上升主要原因是发行可转债导致利息费用增加。

20Q2 单季度毛利率 41.61%，同比+1.72 个百分点。期间费用率 22.45%，同比-0.43 个百分点，其中销售费用率 20.71%，同比-0.70 个百分点；管理费用率 0.88%，同比-0.63 个百分点；研发费用率 0.08%，同比-0.06 个百分点；财务费用率 0.78%，同比+0.96 个百分点。

➢ 各主要市场收入增速稳健，新产能建设稳步推进

2020H1，公司华北/东北/华东/西南/西北/华南地区分别实现收入 6.79/12.67/5.71/3.36/1.99/2.03 亿元，同比分别+13.50%/+7.74%/+7.61% /+10.90%/+5.88%/+16.75%。合 20Q2 单季度华北/东北/华东/西南/西北/华南地区分别实现收入 3.48/6.28/3.03/1.84/1.05/1.06 亿元，同比分别+2.58%/-2.65%/+2.58%/+9.08%/+0.53%/+14.38%。总体看，20H1 各区域市场收入均保持稳健增长，其中华北/东北/华东等市场 Q2 增速有所放缓，主要原因预计是 Q2 短保面包需求环比放缓，公司在上述市场市占率较高导致收入增速受行业因素影响较大，出现阶段性放缓。华南等新市场开拓工作较为顺利，整个上半年收入端都保持较高增速。

新增产能方面，沈阳、山东、江苏、浙江、四川工厂的产能建设工作正稳步推进。至 2023 年，预计公司整体产能的年均增速有望保持在 15%~20%水平。设计产能 2.12 万吨的山东工厂已于 2 月 10 日开始投产，至 6 月底实际产能为 1.06 万吨；今年年底，江苏工厂有望完工，预计最快明年可以贡献产能。

推荐　维持评级

当前价格：　64.17

交易数据	2020-8-19
近 12 个月最高/最低	64.8/35.89
总股本（百万股）	658.88
流通股本（百万股）	658.88
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	422.80
流通市值（亿元）	422.80

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662056

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

1. 桃李面包（603866）2020 年一季报点评：Q1 营收增速平稳，经营优化及减免政策增厚利润表现
2. 桃李面包（603866）2019 年报点评：市场开发稳步推进，长期产能储备充足

➢ 经销商队伍稳步扩大，渠道对产能的承接力持续提高

截至 6 月底，公司共拥有经销商 719 家，同比+9.94%；拥有零售终端约 26 万个，同比+13.04%，公司经销商队伍稳步扩张。分地区看，华北/东北/华东/西南/西北/华南地区分别有经销商 135/259/147/104/40/24 家，同比分别+5.47%/+7.02%/+23.53%/+0.00%/-14.89%/+71.43%。上半年，公司加大华东、华南等市场的开拓力度，不断增加对重点客户的投入，提升单店质量；在东北、华北等成熟市场则继续加快销售网络细化和下移工作，进一步挖掘市场潜力。

三、盈利预测与投资建议

根据 2020 年上半年经营情况，我们小幅调整盈利预测。预计 20-22 年公司实现营业收入 63.32/72.88/83.82 亿元，同比+12.2%/+15.1%/+15.0%；实现归属上市公司净利润 8.70/10.08/11.72 亿元，同比+27.3%/+15.8%/+16.3%，折合 EPS 分别为 1.32/1.53/1.78 元，目前股价对应 20-22 年 PE 为 49/42/36 倍。20Q2 收入增速放缓属于短期扰动，不影响我们对公司长期成长性的乐观判断。公司目前估值略低于休闲食品板块 2020 年 55 倍的整体估值水平，未来随着新建工厂陆续投产，规模效应有望进一步发挥，费用率和估值有望下降。维持“推荐”评级。

四、风险提示：

业务扩张速度不及预期，居民消费倾向下降，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,644	6,332	7,288	8,382
增长率（%）	16.8%	12.2%	15.1%	15.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	683	870	1,008	1,172
增长率（%）	6.4%	27.3%	15.8%	16.3%
每股收益（元）	1.04	1.32	1.53	1.78
PE（现价）	61.9	48.6	42.0	36.1
PB	11.3	10.8	10.1	9.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	5,644	6,332	7,288	8,382
营业成本	3,410	3,666	4,233	4,877
营业税金及附加	62	76	84	99
销售费用	1,228	1,366	1,551	1,764
管理费用	102	139	153	180
研发费用	9	9	11	12
EBIT	833	1,075	1,256	1,450
财务费用	3	4	8	(3)
资产减值损失	0	9	10	4
投资收益	24	24	24	24
营业利润	863	1,109	1,281	1,494
营业外收支	11	0	0	0
利润总额	874	1,115	1,289	1,501
所得税	190	245	282	329
净利润	683	870	1,008	1,172
归属于母公司净利润	683	870	1,008	1,172
EBITDA	996	1,249	1,454	1,673

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1078	1049	1071	1319
应收账款及票据	493	558	639	737
预付款项	23	26	29	34
存货	131	138	189	198
其他流动资产	595	595	595	595
流动资产合计	2622	2659	2818	3169
长期股权投资	0	24	48	71
固定资产	1545	1765	2009	2241
无形资产	344	388	438	484
非流动资产合计	2564	2741	2969	3134
资产合计	5186	5400	5787	6303
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	414	423	501	570
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	599	635	741	848
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	844	844	844	844
非流动负债合计	844	844	844	844
负债合计	1443	1478	1584	1691
股本	659	659	659	659
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3743	3921	4202	4612
负债和股东权益合计	5186	5400	5787	6303

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	16.8%	12.2%	15.1%	15.0%
EBIT 增长率	9.4%	29.1%	16.9%	15.4%
净利润增长率	6.4%	27.3%	15.8%	16.3%
盈利能力				
毛利率	39.6%	42.1%	41.9%	41.8%
净利润率	12.1%	13.7%	13.8%	14.0%
总资产收益率 ROA	13.2%	16.1%	17.4%	18.6%
净资产收益率 ROE	18.3%	22.2%	24.0%	25.4%
偿债能力				
流动比率	4.4	4.2	3.8	3.7
速动比率	4.2	4.0	3.6	3.5
现金比率	2.3	2.1	1.8	1.9
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	29.4	28.9	29.2	29.0
存货周转天数	12.7	12.8	12.7	12.7
总资产周转率	1.2	1.2	1.3	1.4
每股指标（元）				
每股收益	1.0	1.3	1.5	1.8
每股净资产	5.7	6.0	6.4	7.0
每股经营现金流	1.3	1.5	1.7	2.1
每股股利	1.0	1.1	1.1	1.2
估值分析				
PE	61.9	48.6	42.0	36.1
PB	11.3	10.8	10.1	9.2
EV/EBITDA	41.8	33.5	28.7	24.8
股息收益率	1.6%	1.6%	1.7%	1.8%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	683	870	1,008	1,172
折旧和摊销	163	183	207	227
营运资金变动	66	(39)	(41)	(0)
经营活动现金流	882	991	1,152	1,368
资本开支	892	322	393	358
投资	(820)	0	0	0
投资活动现金流	(1,690)	(322)	(393)	(358)
股权募资	984	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	456	(698)	(736)	(763)
现金净流量	(353)	(29)	22	247

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。